

ホリスティック企業レポート

エフ・コード

9211 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2021年12月28日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20211227

企業の DX(デジタルトランスフォーメーション)推進に関する様々なサービスを提供 蓄積したデータを解析し、顧客の多様な課題に対応した DX 施策を設計

アナリスト: 佐々木 加奈

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【 9211 エフ・コード 業種: サービス業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2019/12	458	8.9	-60	-	-64	-	-39	-	-21.2	8.6	0.0
2020/12	531	15.8	31	-	30	-	40	-	21.5	30.1	0.0
2021/12 予	638	20.2	157	5.0x	149	4.8x	148	3.7x	76.8	-	0.0

(注) 単体ベース。2021/12期の予想は会社予想

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価	5,000円 (2021年12月27日)	本店所在地 東京都新宿区
発行済株式総数	2,049,100株	設立年月日 2006年3月15日
時価総額	10,246百万円	代表者 工藤 勉
上場初値	6,000円 (2021年12月27日)	従業員数 21人 (2021年9月末)
公募・売価	2,020円	事業年度 1月1日～12月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 事業年度終了後から3カ月以内
		【主幹事証券会社】 S B I 証券
		【監査人】 EY新日本有限責任監査法人

> 事業内容

注1) DX

Digital Transformation の略称で、デジタル技術を活用して企業のシステムやビジネスモデルの付加価値を高め、利益や生産性の向上を図ること

注2) CX

Customer Experience の略称で、顧客が体験して得られる価値のこと

注3) SaaS

Software as a Service の略称でサービス提供者がアプリケーションソフトウェアの機能をクラウド上で提供し、ユーザーはネットワーク経由でサービスを利用する形態のこと

注4) ブラウザプッシュ通知
通知を許可したユーザーに Web ブラウザ経由でメッセージが自動表示される通知方式のこと

◆ 企業の DX 推進をサポートするためのサービスを提供

エフ・コード(以下、同社)は、「マーケティングテクノロジーで世界を豊かに」をミッションとし、企業の DX^{注1} 推進をサポートするためのサービスを提供している。同社は、アジア地域での展開を視野に入れ16年1月に f-code (Thailand) Co.,Ltd.、同年12月に f-code (Hong Kong) Co.,Ltd.を子会社として設立したが、両社とも清算が終了しており、連結子会社はない。

同社は、06年3月に Web コンサルティング事業を目的として創業し、早くから CX^{注2} の重要性に着目してマーケティングツールの開発を進めてきた。13年2月に SaaS^{注3} 型ソフトウェアであるエン트리フォーム最適化ツール「f-tra(エフトラ)EFO」、16年5月に Web 接客ツール「f-tra CTA」、同年12月にブラウザプッシュ通知^{注4} ツール「f-tra Push」の提供を開始した。18年7月に各ツールが提供してきたサービスを統合・強化した Web 接客ツール「CODE Marketing Cloud」の提供を開始し、現在は「CODE Marketing Cloud」を主力として、その一部の機能のみを担う「f-tra EFO」の提供を行っている。

◆ 独自の CX データ基盤に基づいて DX 施策を設計

同社は、購買現場すなわち「生活者の目線」を CX のデータ解析により理解して、それに基づいて個々の企業の DX 施策を設計することが重要と考えている。その考えのもと、創業時からコンサルタントが顧客の事業課題解決のためのデジタルマーケティングを立案し、蓄積してきたノウハウや、13年から提供するマーケティングツールによって

注 5) EFO

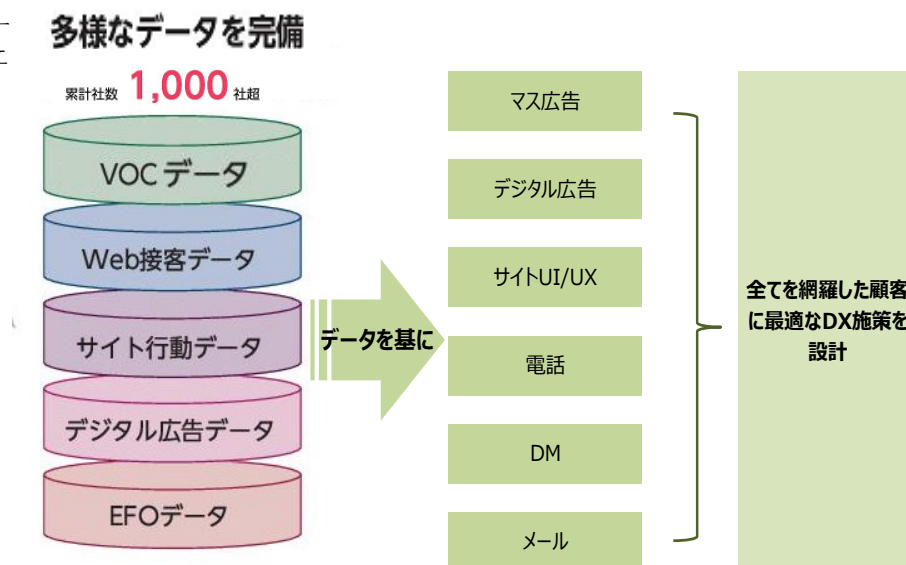
Entry Form Optimization の略称で、Web サイトの申し込みフォームの入力完了率を高めるために、フォームを改善する施策のこと

注 6) VOC

Voice of Customer の略称で、顧客から寄せられる商品及びサービス、提供する企業に対するフィードバックをまとめたデータのこと

EFO^{注5}データや VOC^{注6}データ、Web 接客データといった多様なデータを解析し、顧客企業の課題に応じた DX 施策の設計を行っている(図表 1)。同社がこれまでに蓄積した CX 領域のデータは、累計 1,000 社分を超えている。

【図表 1】CX 領域のデータ基盤を基にした DX 施策の設計



(出所) エフ・コード届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社の事業は、CX 領域のデータ基盤を活用して企業の DX 推進をトータルで支援する DX 事業の単一セグメントであるが、売上高は提供するサービス内容に応じて、1) デジタル顧客獲得支援サービス、2) デジタル顧客育成支援サービスに区分されている。20/12 期の売上構成比は、デジタル顧客獲得支援サービスが 50.9%、デジタル顧客育成支援が 49.1%となっている。

1) デジタル顧客獲得支援サービス

同社のコンサルタントが、企業の顧客獲得のためのデジタル戦略の設計やデジタルマーケティング活動の改善などを支援するサービスである。具体的には顧客企業の属する市場の調査、CX 領域のデータ基盤を活用した同業他社の戦略分析及び顧客企業の戦略策定、戦略の実行を担う人材の育成などを行っている。また、全体的な戦略が決定した段階では、顧客の Web サイトの集客力を向上させるためのコンテンツの企画・制作・分析・改善や、Web 媒体上での広告運用に関するコンサルティングなども行っている。

注 7) UI/UX

User Interface/User Experience
の略称で、UI とはデザインや
フォントなどユーザーの視覚
に触れる全ての情報、UX と
はユーザーがサービスを通じ
て得られる体験のこと

注 8) インサイドセールス
社内においてメールや電話等
で営業活動を行う営業部隊の
こと

2) デジタル顧客育成支援サービス

「CODE Marketing Cloud」は、企業の Web サイトに来院したユーザー
に対して会員登録や買い物の履歴、訪問回数や訪問タイミング、滞在
時間、サイト内遷移などの行動データをもとに最適なタイミングでポ
ップアップバナーなどのコンテンツを自動提示し、一人ひとりに最適
な接客や有効なプロモーションを提供することができる Web 接客ツ
ールである。同社は、「CODE Marketing Cloud」を活用したサイトの UI/UX
^{注 7}改善支援や、営業データの分析によるインサイドセールス^{注 8}の改善
支援など、顧客が獲得した見込み客の成約率及び継続率を上昇させる
ための様々な支援を行っている。

◆ 収益構造

デジタル顧客獲得支援サービスの売上高は、同社のコンサルタントに
よるサービス提供に対して顧客企業が支払う代金で、案件数と単価で
決まる。月額報酬を設定して継続的にサービスを提供する契約形態が
大部分を占めている。

デジタル顧客育成支援サービスの売上高は、顧客企業が支払う「CODE
Marketing Cloud」の月額利用料が大部分を占めている。「CODE
Marketing Cloud」は、基本的には想定ページビュー数に応じた月額固定
料金で、同社によると中小規模のサイトで月 5 万円から 10 万円程度、
全体平均で月 15 万円弱程度の単価となっており、初期設定のサポート
が必要な場合には、初期設定費用が発生する場合がある。

尚、顧客企業は同社の提供するサービスを一定期間以上継続的に利用
する場合が多く、売上高に占める継続型売上(6 カ月以上の継続業務発
注のある取引先からの売上高)の割合は、約 85%の水準となっている
(21/12 期第 3 四半期累計期間の実績)。

売上原価はエンジニア及びコンサルタントに係る労務費、外注費、サ
ーバー費用等である。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、エン
지니어及びコンサルタント以外の従業員や役員に係る人件費、弁護士・
社労士等の外部の専門家に係る業務委託費などである。

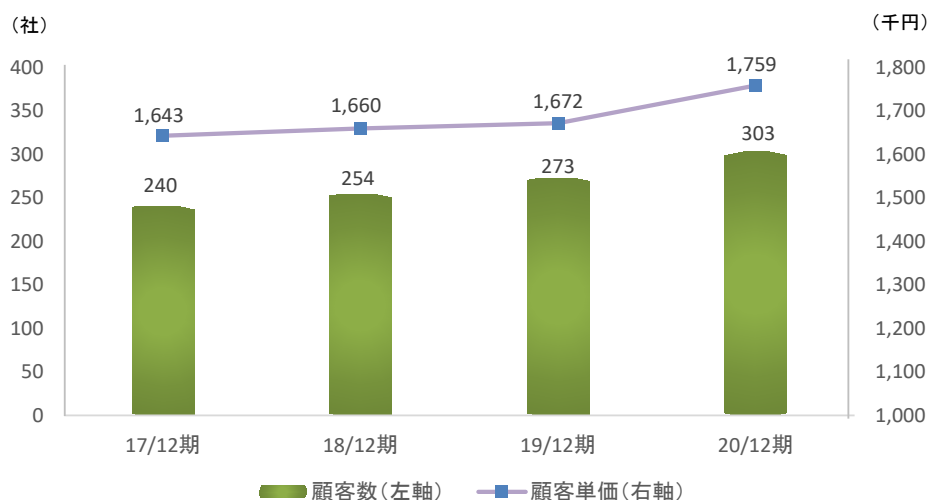
> 特色・強み

◆ 様々な DX ニーズに対応したサービス提供などが特色

DX 領域では、デジタルマーケティングにおける市場分析及び戦略立
案、広告配信プランの策定、サイト解析など、ある部分に特化したサ
ービス提供をする企業が多い一方、同社は CX データ解析を軸として
UI/UX や営業活動、広告配信、顧客管理など幅広い領域における DX
サービスを横断的に提供している点に特色がある。企業ごとの多様な
ニーズに対応が可能なため、小売、人材、不動産、旅行、教育、美容な
ど多岐にわたる業種の企業が同社のサービスを利用しており、顧客数

は着実に増加している（図表 2）。

【図表 2】顧客数と顧客単価の推移



(注) 顧客数は期末時点の契約社数

(出所) エフ・コード届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

また、急速に高まる DX ニーズに対し、DX を推進する人材が不足する企業が増加傾向にある。こうしたなか同社では、デジタルマーケティングの黎明期から事業を行い培ってきたノウハウをもとに、DX 人材を速やかに育成して提供することを可能とする点をもう一つの特色としている。

> 事業環境

◆ 国内 DX 関連市場は拡大傾向が続く

AI（人工知能）、RPA（ソフトウェアロボットを使ってコンピューターを使った業務を自動化する技術）、5G（第5世代移動通信システム）といった DX の基盤となるデジタル技術が実用段階に入ったこと、新型コロナウイルス感染拡大の影響で非対面や人手を介さない業務プロセスへの改善ニーズが高まったことなどを背景とし、企業による DX 投資が加速している。

富士キメラ総研の「2020 デジタルトランスフォーメーション市場の将来展望」によると、DX の国内市場（投資金額）は、様々な業界で拡大が予測されている（図表 3）。

【図表3】DXの国内市場(投資金額)

(単位:億円)

	2019年度	2030年度予測	2019年度比
交通/運輸	2,190	9,055	4.1倍
金融	1,510	5,845	3.9倍
製造	971	4,500	4.6倍
流通	367	2,375	6.5倍
医療/介護	585	1,880	3.2倍
不動産	160	900	5.6倍
その他業界	550	2,090	3.8倍
営業・マーケティング	1,007	2,590	2.6倍
カスタマーサービス	572	1,190	2.1倍
合計	7,912	30,425	3.8倍

(出所) 富士キメラ総研「2020 デジタルトランスフォーメーション市場の将来展望」のプレスリリースを基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合

SaaS 型の Web 接客ツールや Web 販促ツールを提供している上場企業には、06 年から「Rtoaster (アールトースター)」を提供するブレインパッド (3655 東証一部)、15 年から「KARTE (カルテ)」を提供するブレイド (4165 東証マザーズ)、14 年に「CrossX (クロスエックス)」の提供を開始した Appier Group (4180 東証マザーズ) がある。

非上場企業では、14 年から「Repro (リプロ)」を提供する Repro (東京都渋谷区)、19 年から「Flipdesk (フリップデスク)」を提供するフリップデスク (東京都港区) などがある。

同社は、ブレイドや Appier Group を競合先と認識しているものの、需要が大きく伸びている分野であり、現在はそれぞれが新しい顧客を開拓して事業成長している段階と捉えている。

> 業績

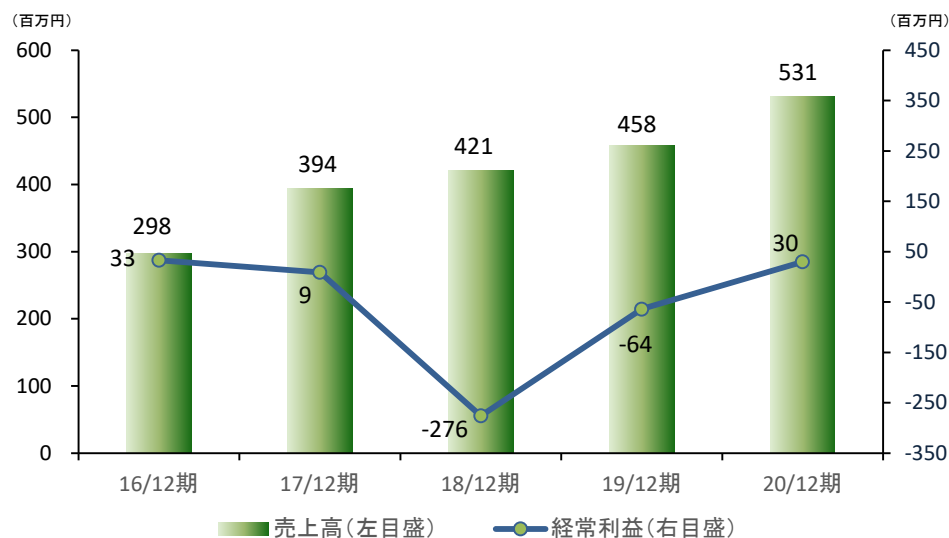
◆ 過去の業績推移

同社の届出目論見書には、16/12 期以降の業績が記載されている(図表 4)。尚、同社は 19/12 期のみ連結財務諸表を作成しているが、子会社の清算終了に伴い単体決算に戻っているため、業績推移及び比較には単体数値を使用している。

顧客数の増加に伴い売上高は安定的に増加しており、16/12 期から 20/12 期の年平均成長率は 15.5%となっている。経常損益は、18/12 期に「CODE

Marketing Cloud」の提供開始に伴いプロダクト開発費用を研究開発費に一時費用計上したことで 276 百万円の損失となり、19/12 期も追加開発費用の計上やマーケティングコストの発生により 64 百万円の損失となった。尚、研究開発費の費用計上については、日本公認会計士協会の「研究開発費及びソフトウェアの会計処理に関する実務指針」に則っている。

【図表 4】業績推移



(注) 単体ベース

(出所) エフ・コード届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 12 月期決算

20/12 期業績は、売上高 531 百万円（前期比 15.8%増）、営業利益 31 百万円（19/12 期は 60 百万円の損失）、経常利益 30 百万円（同 64 百万円の損失）、当期純利益 40 百万円（同 39 百万円の損失）であった。

顧客数が 19/12 期末の 273 社から 20/12 期末は 303 社に増加し、デジタル顧客獲得支援サービスの売上高が前期比 18.1%増、デジタル顧客育成支援サービスの売上高が同 13.5%増となった。

労務費や外注費を中心とした売上原価の増加率が増収率を上回り、売上総利益率は前期比 3.2%ポイント低下した。期末従業員数が 19/12 期末より 2 名減ったことに伴う給料及び手当の減少、研究開発費などの減少により販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 19/12 期の 342 百万円から 278 百万円となり、販管費率は同 22.3%ポイント低下した。

◆ 21 年 12 月期第 3 四半期累計決算

21/12 期第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 477 百万円、営業利益 138

百万円、経常利益 136 百万円、四半期純利益 137 百万円であった（第 3 四半期決算の開示は 21/12 期からのため前年同期との比較はない）。

サービス別売上高は、デジタル顧客獲得支援サービスが 272 百万円、デジタル顧客育成支援サービスが 204 百万円であった。

原価に含まれる固定費負担の軽減により売上総利益率は 20/12 期通期の実績に比べて 5.3%ポイント改善した。オフィスの集約による事業所費用の減少などが要因で販管費率は同じく 17.8%ポイント低下した。

◆ 21 年 12 月期の会社計画

21/12 期の会社計画は、売上高 638 百万円（前期比 20.2%増）、営業利益 157 百万円（同 5.0 倍）、経常利益 149 百万円（同 4.8 倍）、当期純利益 148 百万円（同 3.7 倍）である（図表 5）。同計画は 9 月末までの実績と 10 月以降の見通しを合算したものである。

【 図表 5 】 21 年 12 月期の会社計画

（単位：百万円）

	19/12期 実績	20/12期 実績	21/12期 会社計画	前期比
売上高	458	531	638	20.2%
（サービス別）				
デジタル顧客獲得支援サービス	229	270	358	32.4%
デジタル顧客育成支援サービス	229	260	280	7.5%
売上総利益	282	309	396	27.3%
売上総利益率	61.5%	58.3%	62.1%	-
販売費及び一般管理費	342	278	239	-14.1%
販管費率	74.7%	52.4%	37.5%	-
営業利益	-60	31	157	5.0 x
営業利益率	-	5.9%	24.6%	-
経常利益	-64	30	149	4.8 x
経常利益率	-	5.8%	23.4%	-
当期純利益	-39	40	148	3.7 x

（注）単体ベース。予想は会社予想

（出所）エフ・コード有価証券届出書、「東京証券取引所マザーズ上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

サービス別の売上高は、デジタル顧客獲得支援サービスが前期比 32.4% 増の 358 百万円、デジタル顧客育成支援サービスが同 7.5%増の 280 百万円と見込んでいる。

売上総利益は 396 百万円（前期比 27.3%増）、販管費は 239 百万円（同 14.1%減）と見込み、営業利益は 157 百万円（同 5.0 倍）と計画してい

る。販管費が 20/12 期より減少するのは、主に業務委託費や研究開発費の減少を見込んでいるためである。

営業外収益には貸倒引当金戻入額など、営業外費用には株式上場関連費用、支払利息などを見込んでいる。特別利益は子会社清算益 312 千円、特別損失は発生を見込んでいない。

◆ 成長戦略

同社のサービス提供先は BtoC(企業が一般消費者に対してモノやサービスを提供するビジネスモデル) 領域の企業が中心であったが、近年は BtoB (企業が企業に対してモノやサービスを提供するビジネスモデル) 領域の企業との取引も増加傾向にある。BtoB 領域の企業は、新型コロナウイルス感染拡大の影響により展示会や訪問営業といった従来型の営業手法の見直しが必要となっており、営業のオンライン化などマーケティングプロセスを効率化するための DX ニーズは今後一層高まると同社は想定している。このため同社は、BtoB 領域の企業へのサービス提供に注力していく考えを示している。

また、事業規模拡大に向けた計画的な人材の確保、同社及び提供するサービスの認知度を向上させるための積極的な広告活動にも注力する考えである。

> 経営課題/リスク

◆ 情報管理について

同社がサービスを提供する事業活動のデジタル化領域では、顧客企業の機密情報や個人情報を取得することから、秘密保持契約等によって守秘義務を負っている。同社は、厳重な情報管理や従業員への守秘義務の徹底、システムのセキュリティ強化などを実施しているものの、情報流出に関しては一定のリスクがつきまとうことに留意する必要がある。

◆ 代表取締役の保有株比率が高い

上場時点で代表取締役社長である工藤氏が同社の発行済株式数の 63.1% を保有しており、株主総会の決議事項に関する決定権及び拒否権を有している。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先行するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

◆ システム障害について

同社は、サーバー設備の強化や脆弱性の確認、システム管理体制の強化等を行い、システムトラブルの発生防止を図っている。しかし、何らか

の要因によりシステム障害や通信ネットワークの切断などの予測不能なトラブルが発生した場合には事業運営に影響が出る可能性がある。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2019/12		2020/12		2021/12 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	458	100.0	531	100.0	477	100.0
売上原価	176	38.5	221	41.7	173	36.4
売上総利益	282	61.5	309	58.3	303	63.6
販売費及び一般管理費	342	74.7	278	52.4	165	34.6
営業利益	-60	-13.1	31	5.9	138	29.0
営業外収益	0	0.1	1	0.3	0	0.1
営業外費用	4	1.0	2	0.4	2	0.5
経常利益	-64	-14.0	30	5.8	136	28.6
税引前当期（四半期）純利益	-39	-8.6	26	5.0	137	28.7
当期（四半期）純利益	-39	-8.7	40	7.6	137	28.7

貸借対照表	2019/12		2020/12		2021/12 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	328	86.5	465	89.9	513	87.6
現金及び預金	182	48.1	325	62.8	395	67.4
受取手形	-	0.0	2	0.5	2	0.5
売掛金	120	31.6	124	24.0	101	17.3
固定資産	51	13.5	52	10.1	72	12.4
有形固定資産	13	3.5	8	1.7	8	1.5
無形固定資産	-	-	-	-	12	2.1
投資その他の資産	37	9.9	43	8.4	51	8.8
総資産	379	100.0	518	100.0	585	100.0
流動負債	217	57.4	259	50.1	142	24.3
買掛金	110	29.2	108	20.9	38	6.6
短期借入金	-	-	26	5.1	-	-
1年内返済予定の長期借入金	35	9.4	39	7.7	33	5.8
固定負債	145	38.3	201	38.9	152	26.0
長期借入金	145	38.3	201	38.9	152	26.0
純資産	16	4.3	56	11.0	290	49.6
自己資本	16	4.3	56	11.0	290	49.6

キャッシュ・フロー計算書	2019/12	2020/12
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	-35	53
減価償却費	5	4
投資キャッシュ・フロー	26	2
財務キャッシュ・フロー	-42	86
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	-51	142
現金及び現金同等物の期末残高	189	325

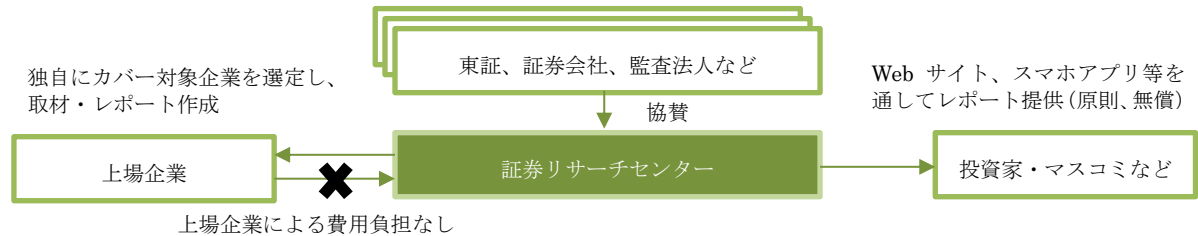
(注) 単体ベース、19/12 期のキャッシュ・フロー計算書のみ連結決算の数値

(出所) エフ・コード届出目論見書より証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナース

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。